

台湾格付け制度の発展

林 冠 汝

はじめに

- I. 台湾における格付け制度の沿革
 1. 格付けの定義及び評価対象
 2. 台湾における格付け制度の導入と沿革
 3. 台湾における格付けの評価基準と記号の特色
 4. 格付け制度の実行状況
- II. 格付け制度における問題点
 1. 発行規制と投資規制における問題点
 2. 社債市場における問題点
- III. 格付け制度の発展が社債市場に与える影響
 1. 投資家が高い投資リスクを被る可能性
 2. 格付け制度と投資規制の存在
 3. 格付けと利回り格差との関係

おわりに

はじめに

1997 年に台湾政府は金融自由化・国際化を促進するために、格付け制度を導入した。その後、社債の発行量が増加するにつれて、格付けを受ける企業も次第に増加してきた。一般的に言って、格付け制度が十分に機能するためには、①社債市場の規模が大きいこと、②最高位(AAA)から低格付けの社債まで多様な品質の社債が発行されていること、③投資家が成熟しており、流通市場での売買頻度が高いこと、などの条件が整っている必要がある。しかし、台湾の社債格付け制度には、次にのべるようないくつかの問題がある。

まず、①格付けの対象となる社債市場の規模が小さいこと、また、③政府が発行規制と投資規制を課しており、この影響で大企業が発行する高格付けの社債が起債の中心になっている。

逆に③中小企業や投資適格以下の格付けしか得られない企業は、上記の規制を逃れるために、自らの格付けを必要としない転換社債や銀行保証付き社債を発行している。その結果、社債市場には、格付けを受けていない銘柄の 2 つが存在することになっている。このように、格付け制度に歪みが生じている。

次に、④多様な投資家のニーズに合った社債市場を育成するには、中小企業が発行する高リスクの社債も、多数発行されるべきであり、銀行保証付き社債に依存しすぎるのは問題である。このためにも政府の課した発行規制は撤廃されるべきであろう。さらに、⑤社債流通市場が活発でないため、格付け本来の投資家へのリスク情報提供機能が働かないという問題がある。

台湾の格付け制度と社債市場には、以上、述べたような諸種の問題があり、本論文では、こ

れらを詳細に検討する。

社債は企業にとっては株式発行と合わせて中長期資金を調達する重要な方法の一つである。健全な企業財務を考える上で、社債市場が株式市場と車の両輪となる必要がある。また、企業や法人投資機関などの投資家にとっては、社債市場は中長期資金を運用する重要な資本市場の一つである。格付け制度の機能が十分に発達できるかどうかは社債市場の発展と関わっている。また、社債市場が健全化できるかどうかは格付け制度の発展と密接な関連がある。以上のことから、台湾における格付け制度の発展が期待されているのである。

近年では、台湾債券市場について研究する学者や関連文献の数が急速に増加しているが、台湾格付け制度を研究する学者や関連文献の数がいまだ少ない。このため、本論文では「台湾格付け制度の発展」をテーマとし、台湾格付け制度の歴史と現状、その特色、課題などを中心に研究し、台湾の格付け制度研究に一石を投じることを目的としている。また、本論文では、社債の格付けという側面から、社債市場の問題点を見、格付け制度と社債市場との相互関係を検討することにした。以上の研究を踏まえ、台湾格付け制度の改善策及び在り方を探ってみたいと思っている。

本論文の研究方法は、文献の捜査、分析などを中心にした。しかし、台湾格付け制度を研究する学者や関連文献の数がいまだ少ない。したがって、研究に当たって市場関係者にインタビューを行うことにした。4回にわたり台湾へ帰国し、さらに、電話やe-mailを利用し、台湾における証券会社、投資信託会社、店頭公開売買センター、保険会社、銀行、格付け会社の専門家にインタビューをし、実務的な調査を行った。本論文では4つの章に分けられている。第Ⅰ章では、台湾における格付け制度の沿革について概括する。第Ⅱ章では、格付け制度におけ

る自体の問題と社債市場の問題について論じる。第Ⅲ章では、格付け制度の発展が社債市場に与える影響について述べる。おわりにでは、格付け制度の在り方について検討する。

Ⅰ. 台湾における格付け制度の沿革

1. 格付けの定義及び評価対象

格付けとは、公社債の元利金支払いの確実性を測定し、簡単な記号で表示したものであり、通常専門の格付機関が行っている。格付け機関は格付けに当たり、担保の有無、財務上の特約、優先劣後条件などを踏まえ、財務及び営業状況を分析し、発行体あるいは発行社債の元利金支払いの可能性を測定する。そして、その結果をA, B, Cという記号で表示する。格付機関によって公表された格付けは、投資家に対する投資情報である。また、社債発行者にとっては社債の発行利回りを算定する参考の情報でもある。

なお、格付けは評価対象により、発行体格付け(Issuer Rating)及び債務発行格付け(Issue Rating)の2つの種類に分けられている。前者は企業や機構の債務履行の確実性を評価するものである。発行体の格付け対象は銀行、保険会社、一般企業、証券会社、短期資金会社、金融持株会社などであり、現在、台湾の発行体格付けは銀行や一般企業が主体となっている。債務発行格付けの対象は社債や公債、CP(コマーシャル・ペーパー)などであり、現在の台湾の債務発行格付け件数は社債が最も多い。今後、証券化が進展していくにつれて証券化に関する債務発行格付けが次第に増えて行くと予想される。さらに、債務発行格付けは、その対象債務の返済期限により、長期格付けと短期格付けに分けられる。長期格付けは1年以上の債務履行の確実性の評価であり、短期格付けは1年以下の債務履行の確実性の評価である。

2. 台湾における格付け制度の導入と沿革

(1) 格付け制度の導入の背景

1990年代中頃、台湾金融機関の倒産あるいは財務危機事件が多発したので、社債及び金融機関に関する格付け制度の導入が迫られてきた。同時に、1995年に政府が台湾をアジア金融センターとして育成する政策を打出し、金融市場の発展を促すため、格付け制度の構築が必須と考えた。そして、同年に、行政院は格付け制度の推進を国家重大施政計画に取り入れた。これを契機に、1997年に行政院は「格付機関事業管理規則」を公布し、同年5月29日に中華格付け株式会社（以下「中華格付け会社」と呼ぶ）が設立された。中華格付け会社の株主は米格付け機関のS & Pと国内の金融環境に対して詳しい金融機関である。また、政府は1999年1月1日から無担保社債を発行する際、その発行社債や発行体の格付け資料を主管機関に提出しなければならないと規定した。その規定は格付け制度の発展のベースになったとも言えよう。

(2) 格付け機関の導入

台湾政府は格付け機関を設立する際、多くの世界の格付け機関を参考にし、最終的に、世界トップであるS & Pを合併の相手とした。そして、台湾証券取引所等の6つの公的機関を合

弁に参加させ、中華格付け会社を設立した。中華格付け会社の株式は設立当初はS & Pと6公的機関とが50.0%ずつを保有していたが、2005年からS & Pが51%、6公的機関が残りの49.0%を所有することとなった。6公的機関の持株比率は表1のとおりである。また、台湾の債券発行者が国外（境外）で発行する債券の格付けはS & Pが担当し、国内で発行される債券の格付けは中華格付け会社が担当するという業務分担がなされている。

2002年以前では、中華格付け会社が台湾での唯一の格付け機関であり、格付け市場を独占していたので、証券主管機関は格付け品質を向上させるため、あるいは投資家に多様なインフォメーションを提供するために、2002年に「格付機関事業管理規則」を修正し、国内格付け機関を設立できる最低登記資本額を2億NTドルから5,000万NTドルに引き下げた。そして、2003年にはFitch IBCAとMoody'sの2つの外資系格付け機関が台湾で事業を開始した。また、2005年に中華格付け会社の株主の台湾集中保管決済所が自分の1%株式をS & Pに譲ったため、中華格付け会社の経営の主導権がS & Pに握られることになった。中華格付け会社も外資系の格付け機関になったとも言えよう。現在、台湾では中華格付け会社、Fitch IBCA、

表1 中華格付け会社の株主及びその持株比率

機関名称	持株比率（1997～2004年）	持株比率（2005年から）
S&P	50.00 %	51.00 %
台湾証券取引所	19.99 %	19.99 %
台湾集中保管決済所	20.00 %	19.00 %
金融聯合徵信センター	5.00 %	5.00 %
中華徵信所	5.00 %	5.00 %
台湾インターネット認証会社	0.005%	0.005%
台湾先物取引所	0.005%	0.005%

註：2005年に台湾集中保管決済所所有の1%株式をS&Pに譲った。

出所：黄瑞連「台湾格付け市場発展現況」、中華格付け株式会社編、2006年11月、p. 7。

Moody's 及び中華格付け会社の合併相手 S & P が代表的な格付け機関である。しかし、台湾企業は国内社債発行に際してはほぼ中華格付け会社で格付けを受け、台湾で社債を発行する外国企業や外国で社債を発行する台湾企業は主として S & P に格付けを依頼している。

3. 台湾における格付けの評価基準と記号の特色

(1) 世界格付け基準と本国格付け基準

格付け評価基準は通常、「本国格付け基準 (Local Rating Scale)」と「世界格付け基準 (Global Rating Scale)」の2つに分けられる。表2のとおり、本国格付け基準は国内の同業会社と比較し、カントリーリスク要素を考慮せず、本国通貨建ての格付けのみを考慮する。これに対して世界格付け基準は世界の同業会社と比較し、また、カントリーリスク要素と、本国通貨建てと外国通貨建てリスクを考慮する。一般的には本国格付けは世界格付けに比べ基準が甘く

なっている。本国格付け等級と世界格付け等級の格付け記号を区別するため、本国格付け等級は格付け記号の前あるいは後に「nn」あるいは「nnn」を加えている。例えば、Moody's の場合は、「Aaa.br」がブラジル (Aaa が格付け等級の記号であり、br が国の記号である)、「Aaa.tw」が台湾の本国格付け基準の格付けを示している⁽¹⁾。世界格付け等級は格付け記号の前あるいは後に「nn」あるいは「nnn」の国家別記号を加えることはしない。本国格付け等級は国内のみで通用し、世界格付け等級は国内と外国ともに通用する。前者は国内投資家向けの情報、後者は海外投資家向けの情報と考えることもできよう。

中華格付け会社は台湾企業の社債発行が主として国内市場で行われている状況から判断して、本国格付け基準を採用したようである。表3に見られるように、台湾のカントリー格付けは AA ~ A + の間であり、これを考慮すれば、台湾企業の社債格付けは、世界格付け基準では

表2 S&Pの世界格付け基準及び本国 (tw) 格付け基準の比較

世界格付け基準	本国格付け基準
世界各国の同業会社と比較する	本国での同業会社と比較する
112カ国家のカントリーリスクを考慮する	カントリーリスクを考慮しない
外国通貨建て及び本国通貨建てのリスクの評価	本国通貨建てのリスクの評価

出所：黄瑞連「台湾格付け市場発展現況」，中華格付け株式会社編，2006年11月，p. 13。

表3 台湾の国家としての格付け

世界格付け機関	格付け等級別
S&P	AA -
Moody's	Aa3
Fitch	A +
日本R&I	AA

出所：黄瑞連「台湾格付け市場発展現況」，中華格付け株式会社編，2006年11月，p. 11。

(1) Moody's のホームページからの「Moody's 本国格付け基準方法」を参考にした。

AA クラスを超えることができない（カントリ・シーリング）。

なお、中華格付け会社は本国評価基準で評価した格付け等級の前には「tw」を加えた。また、2003 年に台湾に登場した Fitch IBCA 及び Moody's などの外資系格付け機関も中華格付け機関と同じ格付け評価基準を採用し、中華格付け会社の格付け記号と同様に各社独自の格付け等級の後あるいは後ろに「tw」あるいは「twn」を加えた。その「tw」あるいは「twn」を付けた

記号は国内のみで使えることになっている。もし、台湾企業が海外で債券を発行する場合には、格付け機関に世界格付け基準の評価を申請しなければならない。なお、中華格付け会社、Moody's 及び Fitch などの格付け会社が台湾企業に対して行っている本国格付け基準での長期債務及び短期債務の格付け記号は表 4 と表 5 のとおりである。

表 4 台湾における格付け会社の長期債務に対する格付け記号

中華格付け会社		Moody's	Fitch
記号	定義	記号	記号
twAAA	長期債務の格付けにおける最上位である。債務者は国内の他の債務者と比較して、債務履行の確実性が最も高い。	Aaa.tw	AAA (twn)
twAA	twAAA等級 (grade) の債務者より債務品質がやや低いが、国内の他の債務者より、債務履行の確実性が極めて高い。	Aa.tw	AA (twn)
twA	環境変動及び経済状況の不利な要素に影響された際、債務履行の確実性は前の 2 ランクの債務者より低い。しかし、債務者の元利払いの確実性は国内の他の債務者よりかなり高い。	A.tw	A (twn)
twBBB	他の債務者より債務履行の確実性が高い。しかし、環境変動及び経済状況などの不利な要素に影響された際、債務履行の確実性が低くなる。	Baa.tw	BBB (twn)
twBB	債務者の企業のイメージ、財務、経済など不利な要素があり、債務履行の確実性が低く、国内の他の債務者より債務履行の確実性が低い。	Ba.tw	BB (twn)
twB	他の債務者より債務履行の確実性が低い。債務者は現時点では元利払の能力はあるが、企業財務、経済などの不利な要素のもとでは、債務履行の確実性が損なわれる可能性がある。	B.tw	B (twn)
twCCC	債務者は現時点では債務履行の確実性が低い。	Caa.tw	CCC (twn)
twCC	債務者は現時点では債務履行の確実性が極めて低い。	Ca.tw	CC (twn)
twC	債務者が倒産を申し立てている。ただし、債務履行を継続している。	C.tw	C (twn)
twD	債務者が不履行に陥っている、あるいは債務者が倒産を申し立てている。	—	DDD (twn)
—		—	DD (twn)
—		—	D (twn)

注：“—”は格付けの記号がないことを示す。

出所：1. 中華格付け株式会社のホームページ：http://www.taiwanratings.com.tw, 2006年9月30日.

2. Fitch IBCAのホームページ：http://www.fitchratings.com.tw, 2006年9月30日.

3. Moodýsのホームページ：http://www.moodys.com.tw, 2006年9月30日.

(2) 格付け機関間の格付けの差異が発生

台湾企業が本国格付け基準と世界格付け基準格で格付けを受けた時、差異が発生する。たとえば、中華格付け会社は台湾電力会社に対して本国格付け基準で評価し、「twAAA」と評価した(表6参照)。同時に、合弁相手であるS & Pは台湾電力会社に対して世界格付け基準で評価し、「A +」と評価した。その原因は上述したように、世界格付け等級の評価基準はカントリーリスク要素や世界での同業者比較を考慮し

ているが、本国格付け等級はカントリーリスク要素を考慮せず、国内での同業者比較のみを考慮するためである。世界格付け等級は本国格付け等級より評価基準が厳しいため、台湾電力会社の場合、本国格付け等級より3～4ノッチ低いことが分かる。台湾電力会社以外でも、表6に示すとおり、同じ社債発行者であっても中華格付け会社とS & Pの格付けには、同様な理由で格差が存在する。

しかし、本国格付け等級と世界格付け等級間

表5 台湾における格付け機関の短期債務に対する格付け記号

中華格付け会社		Moody's	Fitch
記号	定義	記号	記号
twA-1	短期債務の格付けにおける最上位である。債務者は国内の他の債務者と比較して、債務履行の確実性が最も高い。	TW-1	F1 (tw)
twA-2	twA-1等級の債務者より、環境及び経済条件の変動に影響されやすい。しかし、twA-1等級の債務者以外の債務者より、債務履行の確実性が極めて高い。	TW-2	F2 (tw)
twA-3	債務履行の確実性は十分である。twA-1及びtwA-2等級の債務者より、環境及び経済条件の変動の不利な要素に影響されやすい。	TW-3	F3 (tw)
twB	債務者の債務履行能力は環境及び経済条件の変動の不利な要素に著しく影響されやすい。	TW-4	B (tw)
twC	債務履行に懸念を抱く要素がある。	—	C (tw)
twD	債務不履行に陥っている。	—	D (tw)

注：“—”は格付けの記号がないことを示す。

出所：表4に同じ。

表6 中華及びS&Pの台湾企業に対する世界格付け等級及び本国格付け等級

会社名称	S&P (長期)	中華 (長期)	S&P (短期)	中華 (短期)
台湾電力公司	A +	twAAA	A-1 +	twA-1
國泰世華銀行	A +	twAA +	A-1	twA-1
交通銀行	A +	twAA +	A-1	twA-1
國泰持株会社	A -	twAA +	A-1	twA-1
中国信託商業銀行	A -	twAA	A-1	twA-1
鴻海精密会社	BBB +	twAA	A-2	twA-1
萬海航運株式会社	BBB	twA +	A-2	twA-1
仁寶電子会社	BBB -	twA +	A-2	twA-1
建華持株会社	BBB -	twA +	A-2	twA-2

出所：黄瑞連「台湾格付け市場発展現況」，中華格付け株式会社編，2006年11月，p. 13。

の固定交換率がない。すなわち、両者の格付け間に一定の法則性がない。そのため、外国投資家が台湾企業の社債へ投資する場合、「tw」を付した本国格付け等級からは世界基準の格付け等級を判断しにくい。したがって、「tw」を付けている記号しか判断材料がない場合には世界基準の格付け等級を投資判断の材料とする外国人投資家の台湾への投資を躊躇させる可能性が

あり、ひいては、台湾金融市場の国際化を阻害するとの批判も出てきている⁽²⁾。

さらに、同一の社債に対する本国格付け等級と世界格付け等級の違いは両格付けのデフォルト率に対する読みの違いから来ている。表7は1998年から2006年までの中華格付け会社の台湾社債発行体に対する格付け等級別のデフォルト率を示している。また、表8は1981年から

表7 中華格付け会社が評価した社債発行体の平均累積デフォルト率—1998～2006年

単位：％

等級	年目	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目	6年目	7年目	8年目
twAAA		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
twAA		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
twA		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
twBBB		0.51	1.07	1.07	1.07	1.07	1.07	1.07	1.07
twBB		1.26	1.93	1.93	1.93	1.93	1.93	1.93	1.93
twB		0.00	3.70	8.08	8.08	15.15	24.54	43.43	N.A.
twCCC/CC		0.00	0.00	10.00	25.00	25.00	25.00	N.A.	N.A.
全部の合計		0.36	0.80	1.17	1.41	2.32	2.32	N.A.	3.39

註：発行体は141社である。

出所：謝雅嫻等「中華格付け2006年デフォルト及び評価の変動についての研究」、中華格付け株式会社ホームページ：<http://www.taiwanratings.com.tw>、2007年3月。

表8 S&Pの世界社債発行体の平均累積デフォルト率—1981～2006年

単位：％

等級	年目	1年目	5年目	7年目	10年目	11年目	12年目	13年目	14年目	15年目
AAA		0.00	0.29	0.5	0.70	0.70	0.70	0.70	0.76	0.83
AA		0.01	0.32	0.56	0.89	0.99	1.09	1.19	1.28	1.33
A		0.06	0.68	1.19	1.90	2.11	2.28	2.45	2.60	2.84
BBB		0.24	2.61	3.82	5.42	5.97	6.39	6.89	7.38	7.93
BB		1.07	10.1	13.73	17.49	18.46	19.22	19.90	20.36	20.84
B		4.99	22.55	26.54	30.42	31.46	32.38	33.35	34.24	35.03
CCC/CC		26.29	46.22	48.61	51.83	52.57	53.34	53.95	54.59	54.59
全部の合計		1.53	6.60	8.15	9.81	10.27	10.65	11.03	11.38	11.73

註：発行体は5,679社である。

出所：表7に同じ。

(2) 儲蓉「格付けの発展に対する態度と作法」, <http://www.moea.gov.tw/~ecobook/season/sag/sag13.htm>, 1999年4月。

2006年までのS & Pの世界の社債発行体に対するデフォルト率を示している。1998年から2006年までの9年間で、中華格付け会社で格付けを受けた社債発行体のデフォルト発生件数はわずか4件であり、その数は極めて少ない。また、デフォルトが発生した発行体格付けはほとんどtwBBB等級以下の格付けである。さらに、各年度台湾社債発行体の平均累積デフォルト率は世界社債発行体の平均累積デフォルト率よりかなり低い。twAAA, twAA, twAの8年目までの累積デフォルト率は0である。

これには次のような背景がある。台湾では政府が定めた社債の発行規制と投資規制があり、中華格付け会社で格付けを受けた債券発行体は大企業に集中している（第Ⅲ節で述べる）。一般的に言えば、大企業は資本規模が大きく、財務の健全な企業が多いため、デフォルトが発生する可能性は比較的低い。したがって、中華格付け会社の本国格付け基準の尺度からすると、twA以上に格付けされるわけである。ところが、対象企業が同一でも、世界格付け基準に照

らせば、財務内容等を世界企業と比較され、しかも、それに見合ったデフォルト率が適用され、低い格付けとならざるをえない。もちろん、カントリーリスク要素も勘案される。つまり、S & PやMoody'sは台湾企業のデフォルト率を現状よりもっと高いと考えているわけである。但し、本国格付けの場合、いまだ格付けを受けている企業数が圧倒的に少ないので、真のデフォルト率を算定するには限界があることは考慮しておかなければならない。

また、各社の格付けに対する各格付け機関の評価方法及び視点が異なるため、同じ評価対象の格付けが異なる可能性がある（スプリット格付け）。表9はFitch, Moody's及び中華格付け会社が同じ発行体に対して本国格付け基準で国内短期債務と国内長期債務を評価した結果を示している。中華格付け会社に評価された格付け等級はFitchとMoody'sに評価された格付けより低い場合が多い。すなわち、中華格付け会社が評価する格付け基準が他の2社のそれより厳しい。そのため、中華格付け会社に評価され

表9 Moody's, Fitch及び中華の台湾企業に対する債務信用の格付け評価—2006年9月30日現在

項目 会社名称	Fitch		Moody's		中華	
	国内長期債務信用の格付け	国内短期債務信用の格付け	国内長期債務信用の格付け	国内短期債務信用の格付け	国内長期債務信用の格付け	国内短期債務信用の格付け
中国信託商業銀行	AA+ (tw)	F1 (tw)	—	—	twAA	twA-1
台湾銀行	AAA (tw)	F1 (tw)	—	—	twAA	twA-1
台新国際商業銀行	A+ (tw)	F1 (tw)	A1.tw	—	—	—
台新持株会社	A (tw)	F1 (tw)	A2.tw	—	twAA-	twA-1
建華商業銀行	AA- (tw)	F1 (tw)	—	—	twA+	twA-1
合作金庫	A+ (tw)	F1 (tw)	—	—	twAA	twA-1
永豊持株会社	A+ (tw)	F1 (tw)	—	—	twA	twA-2
中国信託持株会社	AA (tw)	F1 (tw)	—	—	twAA-	twA-1
玉山商業銀行	—	—	A1.tw	—	twA+	twA-1

註：“—”は格付けの記号がないことを示している。

出所：1. Fitch IBCAのホームページ：http://www.fitchratings.com.tw, 2006年9月30日。

2. Moody'sのホームページ：http://www.moody's.com.tw, 2006年9月30日。

3. 中華格付け株式会社のホームページ：http://www.taiwanratings.com.tw, 2006年9月30日。

た格付け等級は市場での信頼度も他の格付け機関より高くなっている。一般的には、企業は各格付け機関の格付けに対する評価方法及び視点が異なるので、2社以上の格付け機関に格付けを依頼し、一番高い格付け等級を選ぶことにしている。なお、先進国の企業は2社以上の格付け機関に格付けを受けることが習慣となっている。

4. 格付け制度の実行状況

格付け制度が実行された当初は、政府は社債発行企業に対して強制的に格付けを受けることを法制化していなかった。しかし、1999年に政府が社債の発行に際し、格付けを受けることを法制化したため、格付けを受ける企業数が増加した。さらに、2社以上の格付け機関に格付けを受ける企業も増えている。中華格付け会社の資料によると、中華格付け会社での社債格付けを受けた企業数累計は1998年の33社から2006年12月末現在の204社に増加している。

次に格付けを受けた発行体の産業別と規模別、社債格付け等級別分類についてみてみよう。

(1) 債券格付けを受けた発行体の産業別と規模別分類

まず、社債発行体を産業別にみてみよう。表10によると、2006年9月30日現在、中華格付け会社の社債格付け件数は439件であり、その社債格付けを受けた企業は55社であった。その中では、金融業が最も多く、占有率が60.00%であった。電気通信業、電機電子業とセメント業などの産業が第2位であり、その占有率は各々9.09%であった。金融業の割合が高い理由は、政府がバーゼル協定に対応し、金融債を発行する際、強制的に発行体の格付け資料を要求したことにある。その結果、債券発行体格付けの件数は金融産業が他の産業より多くなった。次に社債発行体を規模別にみてみよう。表10によると、実収資本金が50億NTドル以上の社債発行体数は総発行体数の99.18%を占め

表10 中華格付け会社に社債格付けを受けた企業の資本金及び産業別分類—2006年9月30日現在

資本金			産業別		
資本金 (億NTドル)	債券発行体 数(社)	債券発行体数の総債 券発行体数に占める 割合(%)	産業別	債券発行企 業数(社)	債券発行体数の総債 券発行体数に占める 割合(%)
1000以上	7	12.73%	製造業 電気通信	5	9.09%
999～500	9	16.36%	電機電子	5	9.09%
499～100	35	63.64%	化工	5	1.82%
99～50	3	5.45%	セメント	1	9.09%
49～10	0	0.00%	鉄鋼	1	1.82%
9～1	1	1.82%	そのほか	2	3.64%
1以下	0	0.00%	金融業	33	60.00%
			建設業	1	1.82%
			運送業	2	3.64%
合計	55	100.00%	合計	55	100.00%

注：金融業中、銀行は22社、短期資金会社は4社、証券会社は7社。

出所：中華格付け株式会社のホームページ：<http://www.taiwanratings.com.tw>、2006年9月30日。

ている。50 億 NT ドル未満の社債発行体数はわずか総発行体数の 1.82% しかない。すなわち、台湾においては大企業の社債発行が多くなっている。

(2) 格付け等級別による分布

現在、ほとんどの台湾企業は国内社債を発行する際、中華格付け会社に依頼しているので、ここでは中華格付け会社の社債格付け統計により、社債格付けの等級分布を述べることにしたい。表 11 は 2006 年 9 月現在、中華格付け会社の格付けを受けている 439 件の債券格付け等級の分布を示している。債券格付けは AAA、AA 及び A などの高格付けを中心にしており、その割合は 96.82% である。これに対して、BBB 及び BB などの低格付けの割合は非常に少なく、その割合はわずか 3.18% であった。さらに、B、CCC、CC、C などの低格付けはなかった。台湾で格付けを受けた債券は高格付けに中心しており、ピラミッドのように合理的、平均的に分布していない。その理由は、上述した社債格付けを取得した発行体がほとんど大企業を中心しているため、社債発行体格付けも高格付けに集中していること。もう一つの理由は社債の発行規制と投資規制とに関連する（本章の第 II 節で述べる）。また、デフォルトの多い転換

社債が格付けを受けていないことも高格付けが多い理由の一つであろう。

台湾の格付けの特殊性を理解するために、日本の社債格付け分布を以下に示そう。日本の代表的格付け機関である格付け投資情報センター（R & I）の格付け分布は、中華格付け会社の格付けと異なり、AAA 格が少なく、また、BBB 以下にも広がりを見せている（表 12 参照）。なお、参考までに、Moody's 日本と S & P 日本の日本企業社債に対する格付け分布を併せて示したが、これによると、BBB 格ウェイトが格付け投資情報センターの格付け分布より高くなっている。

II. 格付け制度における問題点

1997 年に格付け制度を導入した後、格付けを受ける企業が増加した。しかし、台湾には、社債の発行規制と投資規制などの特殊事情があり、企業は投資規制と発行規制を逃れるため、政府の認定する格付け機関からの発行体格付けと社債格付けの資料を必要としない転換社債や銀行保証付き社債を発行することが多くなっており、社債発行市場の発展が歪められている。また、格付け文化が育っていないことが、格付け制度の発展に対して大きな阻害要因になって

表11 中華格付け会社の発行社債に対する格付け等級及びその割合—2006年9月30日現在

社債発行体別 格付け記号	企業	銀行	金融持株 会社	短期金融 会社	証券会社	総件数	総件数に対 する割合
twAAA	50	25				75	17.09%
twAA	53	140	11	4	4	212	48.31%
twA	37	87	11		3	138	31.42%
twBBB		11				11	2.50%
twBB	3					3	0.68%
合計	143	263	22	4	7	439	100.00%

出所：中華格付け株式会社のホームページ：http://www.taiwanratings.com.tw，2006年9月30日。

表12 日本の社債格付け分布

単位：総社数，％

格付け等級別	格付け投資情報センター		Moody's日本		S&P日本	
AAA/Aaa	10	0.6	31	3.0	29	2.0
AA/Aa	862	51.6	586	56.5	514	34.5
A/A	639	38.3	248	23.9	408	27.4
BBB	149	8.9	164	15.8	454	30.5
BB	9	0.5	8	0.8	74	5.0
B	1	0.1	0	0.0	11	0.7
合計	1,670	100.0	1,037	100.0	1,490	100.0

出所：日本経済新聞社編『日経公社債情報』，格付け投資情報センター，2007年9月3日号より作成。

いる。以上に述べた格付け制度自体の問題以外に、社債市場が未成熟であるため、格付け制度が社債市場であり役割を果たしていないという問題もある。以下に、台湾での格付け自体の問題と社債市場における格付けの問題点について述べる。

1. 発行規制と投資規制における問題点

(1) 発行規制の不整合の問題

1999年に政府はデフォルト無担保社債の発生を減少させるため、社債の発行規制を実行した。即ち、1999年1月1日から、企業が無担保社債を発行する際、格付け資料を添付しなければならないと規定した⁽³⁾。さらに、2001年7月に企業が無担保社債あるいは物上担保付き社債を発行する際に、その会社あるいはその発行社債に関する格付け資料を添付しなければならないと定めた。また、企業が金融機関に保証されている社債を発行する際、発行体格付け、社債格付けあるいは保証する金融機関の最近一年の格付け資料を添付しなければならないと規定している⁽⁴⁾。

しかし、政府の発行規制は社債種類別に異なっており、整合性がないという問題がある。たとえば、政府は企業が無担保社債と物上担保付き社債を発行する際、政府の認定する格付け機関からの発行体格付けや発行社債格付けの資料を添付しなければならないと規定している。これに対して、銀行保証付き社債を発行する際、保証する銀行の最近一年の格付け資料を添付すれば、発行する社債格付けや発行体格付けの添付を要請しない。また、政府は、転換社債には株式に転換できる性格があるため、転換社債に対して格付け資料を提出することが必要とされないと規定している。政府の発行規制に不整合性が存在するため、多くの起債企業は格付け要請から逃がれるため、銀行保証付き社債や転換社債発行を選んだ。

実例を挙げてみよう、表13に見られるように、1998年から2006年までの店頭公開売買センターに登録された社債発行件数は3,212件に達している。その中では、第1位が無担保社債であり、発行件数が1,976件（社債総件数に対する占有率が61.52%）である。第2位が銀行

(3) 「発行人募集及び発行有価証券処理規則」の第22条による。

(4) 銀行保証付き社債を発行する際、もし、保証金融機関の格付け資料を添付すれば、発行社債の格付けを証券主管機関に提出することは必要としないと規定している。

保証付き社債を含む有担保社債であり、発行件数が867件である（占有率が26.99%）。第3位が転換社債であり、発行件数が366件である（占有率が11.39%）。また、表14に見られるように、有担保社債の中では、銀行保証付き社債が第1位であり、発行件数が821件（占有率が94.69%）に達している。物上担保付き社債はわずかに46件であった。（占有率が5.31%）⁽⁵⁾。さらに、表15も見られるように、2001年から2004年までに、社債発行の件数と発行残高が増加するにつれて、格付けが強制的に要求されていない転換社債と銀行保証付き社債も増加する傾向があった。このように、証券主管機関の社債発行に対する格付け要求が一律ではない。この結果、企業は発行社債の格付け要請から逃がれるため、転換社債と銀行保証付き社債が増加されており、これが十分な格付け制度の発展を阻害している。

(2) 投資規制の問題

投資規制は政府の法人機関に対する投資規制と法人機関の自己で制定した社内投資規制の2つに分けられる。まず、政府の法人機関に対する投資規制についてみてみよう。1998年に無担保社債が連続的にデフォルトに陥り、国内の金融危機が発生した。政府は国民や投資家を保護するために、企業に対する社債発行規制と法人投資機関に対する証券(社債)投資規制を行った。政府は投資信託、保険会社や商業銀行などの金融機関、退職基金、保険基金などの基金に対して、「特定格付け以上」の債券に投資すべきであるという投資適格基準を定めた。具体的には、長期債務はtwBBB格以上、短期債務は第3位等級以上でなければならないと定められている。

つぎに法人機関の自己で制定した社内投資規制についてみてみよう。1997年のアジア金融

表13 店頭売買センターで登録した発行社債の統計—1998年～2006年

社債種類別	普通社債			新株引受権付社債	転換社債	社債合計
	有担保社債	無担保社債	合計			
登録件数（件）	867	1,976	2,843	3	366	3,212
社債総件数に対する割合（%）	26.99	61.52	88.51	0.09	11.39	100.00

出所：中華民国証券店頭公開売買センターのホームページ：<http://www.otc.org.tw>、「年資料社債発行」、2007年7月。

表14 店頭売買センターで登録した有担保社債の統計—1998～2006年

有無担保別	銀行保証付き社債		物上担保付き社債	合計
登録件数（件）	821		46	867
有担保社債総件数に対する割合（%）	94.69		5.31	100.00

担保物件別	株式	不動産	CP	合計
件数（件）	33	11	2	46
物上担保付き社債総件数に対する割合（%）	71.74	23.91	4.35	100.00

出所：表13と同じ。

(5) 表14によると、有担保社債の担保物件は株式（占有率が71.74%）、不動産（占有率が23.91%）及びCP（同4.35%）などの順となっている。

表15 台湾社債発行の状況について—1989～2006年

単位：件，億NTドル，%

種類別 年	普通社債						新株引受権 付社債		転換社債		ストリップス 社債	社債		
	担保付社債			無担保社債			合計		件数	残高	件数	残高	合計	成長率
	件数	残高		件数	残高		件数	残高						
1989	—	—	—	—	—	—	17	357.2	—	—	—	—	357.2	-7.12
1990	—	—	—	—	—	—	20	408.0	—	—	—	—	408.0	14.22
1991	—	—	—	—	—	—	22	468.5	—	—	—	—	468.5	14.83
1995	—	—	—	—	—	—	26	416.6	—	—	—	—	416.6	89.71
1996	—	—	—	—	—	—	95	1,083.4	—	—	—	—	1,083.4	160.06
2000	—	—	—	—	—	—	1,206	4,433.4	—	—	25	305.1	4,738.5	20.00
2001	833	2,025.0 (39.18)	654	3,144.0 (60.82)	1,487	5,169.0 (100.00)	—	—	54	661.2	—	—	5,830.2	23.00
2002	910	2,309.5 (35.48)	1,125	4,199.1 (64.52)	2,035	6,508.6 (100.00)	2	7	128	908.4	—	—	7,424.0	27.34
2003	1,077	2,648.7 (33.12)	1,589	5,349.7 (66.88)	2,666	7,998.4 (100.00)	2	2.1	218	1,173.7	—	—	9,174.2	23.57
2004	1,059	2,699.1 (30.01)	1,823	6,294.7 (69.99)	2,882	8,993.8 (100.00)	2	5.6	340	1,515.2	—	—	10,514.6	14.61
2005	903	2,421.0 (26.98)	1,760	6,298.8 (70.21)	2,663	8,970.3 (100.00)	1	1.6	315	1,546.9	947	418.9	10,937.7	3.8
2006	846	2,319.8 (26.29)	1,758	6,504.9 (73.71)	2,064	8,824.7 (100.00)	1	1.6	316	1,510.4	877	417.7	10,754.4	-1.68

註：1. () は普通社債の種類別割合である。

2. 銀行保証付き社債は担保付社債に含まれる。

出所：中華民国証券店頭公開買センターのホームページ：<http://www.oct.org.tw>，「電子報」，2007年1月。

危機以降、起債企業が発行した無担保社債を返済できないケースが多くなってきた。そのため、法人投資機関は次第に投資対象の信用度を重視するようになり、社内的に証券（社債）投資規制を決定した。具体的には、中華格付け会社（あるいはS & P, Moody'sやFitchなど格付け機関）からtwA-格以上を取得することが必要と定めている。法人機関の自主的な社内投資規制は政府の投資規制より厳しい。このように、国内法人機関は政府や社内の投資規制が存在するため、投資活動が制約を受けている。またそれゆえに、BB格以下のジャンク債市場の発展が抑えられている。

上述したように、社債の発行規制と投資規制が実施されているため、投資規制に定める格付け以下の社債を発行しても、機関投資家は購入をしない。そこで、一部の企業は債券市場以外の間接金融市場や株式市場で資金を調達することになる。また、一部の会社では法規やルールから逃がれるために、転換社債と銀行保証付き社債の発行に依存する傾向にある。格付けを受けていない転換社債が増加すれば、投資家が高いリスクを被る可能性がある。その上、銀行保証付き社債の発行が多くなると、投資家は、投資リスクを判断する時に、銀行の格付けに依存することになる。さらに、社債のデフォルト・リスクは保証した銀行が負うことになる。そうすると、社債市場を育成し、企業が資本市場で独自に資金調達することを促進するという政府の目標と外れてくる。また、格付け市場自体も歪んだものになる。さらに、投資リスクに適切に反応できる投資家を育成することもできにくくなる。

(3) 台湾では格付けの文化が育っていない

台湾社債市場の発展は先進国の社債市場より20年以上を遅れていたし、格付け制度を実施してから約10年であり、先進国と比較すれば、ま

だ日が浅く、格付けの文化がいまだ育っていないと言えよう。そのため、一部の債券関係者は格付けの情報を重視してきたが、多くの発行企業、証券引受会社、投資家などの債券関係者は格付け情報を重視していない。この根本的な原因は、格付け情報を必要とする社債流通市場が活発でないことにある。それに、政府の発行規制基準が不統一であるため、発行企業は発行体自体あるいは発行社債自体の格付けの評価を受けなくても、銀行保証付き社債や転換社債など他の方法で資金を調達することができるため、社債発行企業によっては必ずしも格付けの重要性を認識していない。

2. 社債市場における問題点

(1) 発行市場

現在、社債発行市場では、社債発行量がまだ小さく、格付け制度の進展も抑えられている。社債市場の発行量が拡大しにくい原因はつぎのとおりである。第一には、台湾金融市場は間接金融重視の金融制度となっている。そのため、企業にとっては金融機関からの資金調達が主な方法となっている。また、資本市場の発展では株式市場が先行し、債券市場の発展が遅れた。このように、社債市場は株式市場より未成熟であるため、企業が間接金融市場あるいは株式市場から資金調達することが慣行となった。そのため、社債市場の発行量が拡大しにくい。

第二には、社債の発行者が少数の大企業に限られていることがある。その理由は、中小企業は格付け機関から「特定格付け等級」(投資適格)以上の格付けを得ることが難しいことにある。2002年6月に政府は中小企業に対して社債市場（直接金融）からの資金調達を容易にするため、35人以下の投資家を対象にした私募制度を導入した。私募社債は格付けを必要としないが、実際に私募で社債を発行する中小企業は非常に少ない。投資適格に達しない社債は法人投

資機関が投資しないので、中小企業は社債を発行せず、現実には株式市場で株式を発行することや金融機関からの借り入れで資金調達をすることを選択している。

第三には、ジャンク債市場が育成されていないことがある。アジア金融危機以降、法人投資機関は投資規制を守るため、投資適格以上の社債に投資しなければならなくなった。その結果、台湾で発行されている社債の格付けはtwA以上の高格付けに集中しており、twBB以下の等級のジャンク債の発行が制限されている。しかし、たとえば、アメリカのジャンク債市場は、中小企業の資金調達やM & A関連のリスク債券の発行に頻繁に利用されており、多様な投資家に対しては多様な商品が提供される市場になっている。このように、投資規制があるため、投資適格以上の社債のみが発行され、投資適格以下のジャンク債の発行が少なくなり、社債商品の多様化ができず、社債の発行量の拡大も抑えられている。

上述したように、企業にとっては間接金融市場と株式市場の資金調達が社債市場より容易である。また、社債市場での発行者が大企業に集中している。さらに、ジャンク債市場が育成できないため、社債の発行量が拡大しにくい。そして、このような事情が、格付け制度の進展に影響を与えている。

（2）流通市場

現在、社債の流通市場は活発ではないので、投資家には格付け情報が必ずしも重視されていない。社債流通市場が活発でない理由は以下のとおりである。

第一には、社債の発行量自体が少ないことである。第二に、社債が長期保有商品として扱われており、投資家の主要な投資目的は固定金利収入である。表16に見られるように、2005年に投資家の社債保有構成比はその他の金融機関

（48.92%）が第一位であり、預金取扱銀行が第二位であり、保険会社・年金基金（17.04%）が第三位であり、家計及び非営業団体（6.42%）が第四位であり、企業と外国機関がわずかである。したがって、現在、社債の投資家は債券ファンド、台湾郵政会社、保険会社、銀行、年金基金などの法人長期投資機関に集中している。しかも、上述した少数の法人投資機関は社債を長期保有目的で購入しており、社債を流通市場で売却せずに、満期まで社債を持っており、利息収入を得ることを目的としていることが多い。その結果、社債流通市場の活性化が抑制された。表17に示すように、1990年の社債売買回転率は7.36%であり、2005年には約20倍の299.0%へと拡大した。しかし、同年の公債売買回転率（9,995.84%）と比較すれば、いまだかなり低い。

格付けは、本来、投資家が債券を売買するためのリスク情報である。したがって、社債流通市場が活発でなければ、格付け情報自体が重要な意味をもたないわけである。台湾の社債市場では、格付けが「投資規制」に取入れられており、流通市場での法人投資機関の投資判断指標として限定的に使用されているところに、その特色がある。したがって、格付け情報が社債の流通利回りに反映され、それがまた発行利回りの決定に影響を及ぼすという本来の仕組みにまではまだ到達していない。

Ⅲ. 格付け制度の発展が社債市場に与える影響

つぎに、格付け制度が社債市場に与えている影響について述べる。

1. 投資家が高い投資リスクを被る可能性

企業が投資規制と発行規制を逃れるため、銀行保証付き社債と転換社債の発行を増加させる

表16 投資家の社債保有構成比—1990～2005年

単位：100万NTドル，%

投資家別 年	預金取扱 銀行	保険会社・ 年金基金	その他の 金融機関	国営企業	民営企業	家計及び 非営業団体	外国機関	合計
1990	47.31	10.60	29.29	0.30	5.13	7.36	0.00	100.00
1995	36.11	18.14	34.50	0.16	11.09	0.00	0.00	100.00
1996	31.57	10.24	42.12	0.00	2.92	13.15	0.00	100.00
1997	26.55	15.82	43.46	0.00	1.88	12.30	0.00	100.00
1998	21.12	18.09	46.92	0.04	1.87	11.96	0.00	100.00
1999	15.35	17.86	56.93	0.09	3.43	6.33	0.00	100.00
2000	10.69	16.25	63.84	0.09	2.64	6.49	0.00	100.00
2001	8.45	14.47	70.95	0.08	2.16	3.89	0.00	100.00
2002	6.43	11.06	62.21	0.07	1.48	18.76	0.00	100.00
2003	6.17	9.02	68.29	0.03	0.88	15.61	0.00	100.00
2004	11.70	11.77	62.08	0.08	1.33	13.04	0.00	100.00
2005	24.67	17.04	48.92	0.04	2.25	6.42	0.67	100.00

注：1. 預金取扱銀行とは本国一般銀行，中小企業銀行，信用合作社，農業信用部，漁業信用部などの金融機関である。

2. 保険会社及び年金基金とは生命保険会社，物産保険会社，預金保険会社，社会保険会社（公務員保険，労働者保険，国民健康保険），退職基金などである。

3. その他の金融機関とは投資信託会社，台湾郵政会社，証券会社，先物会社，証券金融会社，短期資金会社などの金融機関である。特に，投資信託会社が主な投資家である。

4. 家計及び非営利団体は個人を含む。また，非営利団体は慈善機関，協会，私立学校などである。

出所：中央銀行経済研究処編『中華民国資金流量統計』，各年版。

表17 公社債の回転率—1991～2006年

項目 年	政府債券発行 残高（億NT ドル）	政府債券の取 引額（100万 NTドル）	回転率（%）	社債の発行残 高（億NTド ル）	社債の取引額 （100万NT ドル）	回転率（%）
1991	3,476	3,743,251	1,076.88	651	6,096	9.36
1992	5,514	10,732,662	1,946.44	665	5,710	8.58
1993	7,222	13,155,649	1,821.61	604	2,590	4.28
1995	8,671	2,0795,960	2,398.33	922	4,693	5.09
1997	10,348	40,318,880	3,896.29	3,230	46,860	14.50
2000	14,803	68,354,737	4,617.62	7,073	243,610	34.44
2001	18,583	118,334,535	6,367.89	8,085	287,897	35.60
2002	22,145	133,187,595	6,014.34	10,072	871,335	86.51
2003	30,980	200,619,905	6,475.78	11,769	2,163,301	183.81
2004	28,526	202,015,160	7,081.79	12,156	2,774,180	228.21
2005	31,423	314,099,386	9,995.84	11,919	3,563,854	299.00
2006	33,847	254,719,034	7,543.43	11,514	1,411,101	122.55

出所：中央銀行経済研究処編『中央銀行季刊』，各季版。

と、格付け機関が投資家に格付け情報を提供する範囲が狭くなり、十分な役割が果たせなくなる。特に、転換社債については、投資家が独自にリスク情報を入手する以外に安全性についての情報を入手できないので、投資家は高い投資リスクを被る可能性がある。投資家の財産保全という観点から見た場合、転換社債は銀行保証付き社債と異なる。投資家は起債企業からの資産の担保提供や銀行の保証がもらえないため、転換社債がデフォルトに陥った場合、投資家が自分で投資リスクを負担することになる。転換社債は、性格的に社債であり、転換されなければ満期まで社債として残るので、格付けを受け

るのが日米などでは一般的となっている。その上、社債に投資している投資家は法人投資機関が多いので、転換社債がデフォルトに陥れば、法人投資機関に対する債務危機を生じる可能性がある。

表 18 は 2000 年以降にデフォルトが発生した社債の状況を示している。デフォルトが発生した社債は転換社債と twBBB 以下の格付け社債に集中している。2004 年に多くの債券型ファンドが転換社債に投資し（表 19 参照）、多くのデフォルト転換社債が発生したため、投資家の心理的不安をあおり、債券型ファンドの解約ブームが起こった（表 20 参照）。このように、

表18 2000年以降の台湾起債企業のデフォルト発生状況

発生年月	起債企業	社債種類	社債残高	処理状況
2000年4月	和旺建設公司	無担保社債（選択性違約（TWSD））	3億NTドル	3,000万NTドルを返済し、残る2億7,000万NTドルを物上担保付き社債に転換し、返済を1年間遅らせた。
2001年4月	中国化学纖維公司	銀行保証付き社債（1997年6年に発行した5年満期社債で、発行総額は12億NTドルである。）	約8億NTドル	保証した銀行が返済した（農民銀行、台湾土地銀行及び中興銀行など）。
2001年7月	誠洲公司	ヨーロッパ転換社債（ECD）	5,000万米ドル	毎年3分の1を返済する。
2004年6月	博達電子公司	無担保転換社債	30億NTドル	再建を宣言
2004年6月	久津実業公司	無担保転換社債（2002年に発行）	—	再建を宣言
2004年7月	衛道科技公司	無担保転換社債（2001年に発行した。）	3.38億NTドル	2005年8月に1枚4.6万NTドル（原来1枚は10万NTドル）を買い戻すことにした。
2004年4月	茂矽公司	無担保社債（2002年のS&PはB-ランクからCCC+ランクに下げた。）	47億NTドル	2004年に再建を宣言した。2005年に分割返済することを決定した。
2006年12月	嘉新食品化学公司	無担保社債	—	2006年12月29日に再建を宣言した。
2006年12月	力霸建設	無担保社債（私募）	3.0億NTドル	2006年12月29日に再建を宣言した。

出所：経済日報，工商時報より作成。

表19 台湾の全債券型ファンドの転換社債の保有比率—2004年7月3日現在

単位：%

債券型ファンド名称	転換社債の保有比率	債券型ファンド名称	転換社債の保有比率
荷銀安信	6.65	郡益安邦	1.44
景順公債	3.22	日盛優益債券	9.23
保誠威風二号	7.85	復華信天翁	1.01
保徳信瑞騰	1.16	復華全球債券	12.46
富邦全球債券	2.96	聯合双盈基金	10.07
寶來利富	12.30	大華安益債券	16.86
寶來全球短債	16.15	復華有利	2.86
新光吉富全球債券	13.68	台壽保太陽神債券	5.75
新光台湾吉祥債券	5.15	国泰全球債券	13.45

出所：台証先物経理取引研究部編「転換社債の波—聯合危機」, p. 2, <http://tw.search.yahoo.com>。

表20 台湾での転換社債のデフォルトの債券型ファンドに対する影響

日期	事件の発生と市場に対する反応
2004年6月	博達電子会社の30億NTドル転換社債のデフォルトが発生した。 当日株式市場に大きな影響を与えた。
2004年6月17日	衛道科技会社の10億NTドル転換社債のデフォルトが発生した。衛道科技会社は銀行借入金と私募社債発行で社債を返済することにした。
2004年6月29日	債券型ファンドの解約金が次第に増えた（6月14日から6月21日までの1週間で債券型ファンドの募集額が463億NTドル減少した）。
2004年6月	久津実業会社の転換社債のデフォルトが発生した。
2004年6月30日	店頭公開売買センターは転換社債のデフォルトが発生する可能性のある会社を調査した。
2004年7月10日	衛道科技会社の3.38億NTドル転換社債のデフォルトが発生した。
2004年7月14日	聯合投資信託債券型ファンドは衛道科技会社の転換社債を買っていたため、当日の台湾債券型ファンドの総解約額は74億NTドル増加した。
	聯合投資信託会社傘下の3つの債券型ファンドの当日解約金額が114億NTドル増加した。
	行政院金管会は債券型ファンドを整理することにした。

出所：台証先物株式会社経理取引研究部編「転換社債の波—聯合危機」, pp. 2~3, <http://tw.search.yahoo.com>。

実績から見ても転換社債のデフォルト率は高い
ため、格付けを受けていない転換社債の投資家
は高い投資リスクを被る可能性がある。

2. 格付け制度と投資規制の存在

上述したように、法人投資機関に対する投資
規制の存在があるため、投資適格に達しないこ

とが多い中小企業は社債を発行しても消化でき
ないので発行しにくい、したがって、現実には
株式市場で株を発行することや金融機関からの
借り入れで資金調達をすることを選択してい
る。投資規制があるため、前述のように格付け
が発行社債の足切基準として使用されている。
格付け制度は本来、どのような信用度の企業に

においても普通に利用されてよいはずなのである。しかし、投資規制が存在するため、格付けはほとんど大企業によって利用されることになっている。その結果、直接金融市場で資金調達が容易な大企業のみが社債発行市場に残っている。これでは多様な発行者が存在する社債市場が育たないことになる。

また、企業が法令の規制を逃れるため、結果的に社債の発行が格付け資料を強制的に要請されない社債に偏っている。さらに、法人投資機関は投資規制を守るため、ジャンク債に投資ができない。そのため、台湾でのジャンク債の発展が難しい。しかし、アメリカのジャンク債市場では中小企業の資金調達や M & A (Mergers and Acquisitions) 関連のリスク債券の発行が頻繁に行われており、多様な投資家に対しては多様な商品が提供される市場になっている。投資家が「自己責任」で投資できる社債市場を育成するのであれば、投資適格以上の社債の発行に限定するのではなく、ジャンク債も存在すべきである。投資家保護のやり方には2つの方法がある。一つはリスクの高い商品に投資家が近よらないようにする方法。もう一つはリスクに遭遇させることで、自ら痛みを感じさせる方法である。投資家保護のために、twBBB以上の社債の発行しか認めないのか、それともリスクに適切に反応できる投資家を育成するためにジャンク債をも認める市場とするのかは、政府の意向にかかっている。健全な社債市場を育成するために、後者を選択すべきであろう。それがまた、格付け市場の健全な発展を促すことになる。

3. 格付けと利回り格差との関係

一般的には社債市場が健全か否かは格付け等級による利回り格差で判断できる。高格付けの社債はデフォルト率が低く、当然に社債利回りも低い。逆に、低格付けの社債はデフォルト率が高く、社債利回りが高くなる。図1及び図-2は、2005年11月から2006年12月までの格付け等級別に見た5年満期社債及び7年満期社債の流通利回り（最終利回り）を示している（この利回りは店頭売買センターが毎日公布した社債格付け等級毎の参考利回り⁽⁶⁾である）。これらによると、最上位のtwAAA格と第4位のtwBBB格の社債最終回りの格差はあまりなかった。例えば、2006年7月における、5年社債のtwAAA格の社債最終利回りは2.0733%、twBBB格の社債最終利回りは2.5044%であり、両者の格差はわずか0.4311%であった。また、7年満期社債twAAA格の最終利回りは2.1944%、社債twBBB格の最終利回りは2.6800%であり、その格差もわずか0.4856%であった。

このように社債利回りは格付け等級による格差が存在するものの、その格差は小さい。格付け毎の利回り格差は、通常金融が緩和している時に小さく、資金タイトな時に拡大する傾向にあるので、一概にはどのような格差が正常であるかはいえない。しかし、台湾の場合には、社債の発行規制と投資規制が存在するため、格付けが高格付け（twA以上）に偏っており、利回り格差はつきにくい。ちなみに、2007年8月31日現在における、日本企業の発行した5年満期社債に対する格付け投資情報センターの格付け等級別利回りを見ると、AAA格は1.358%、

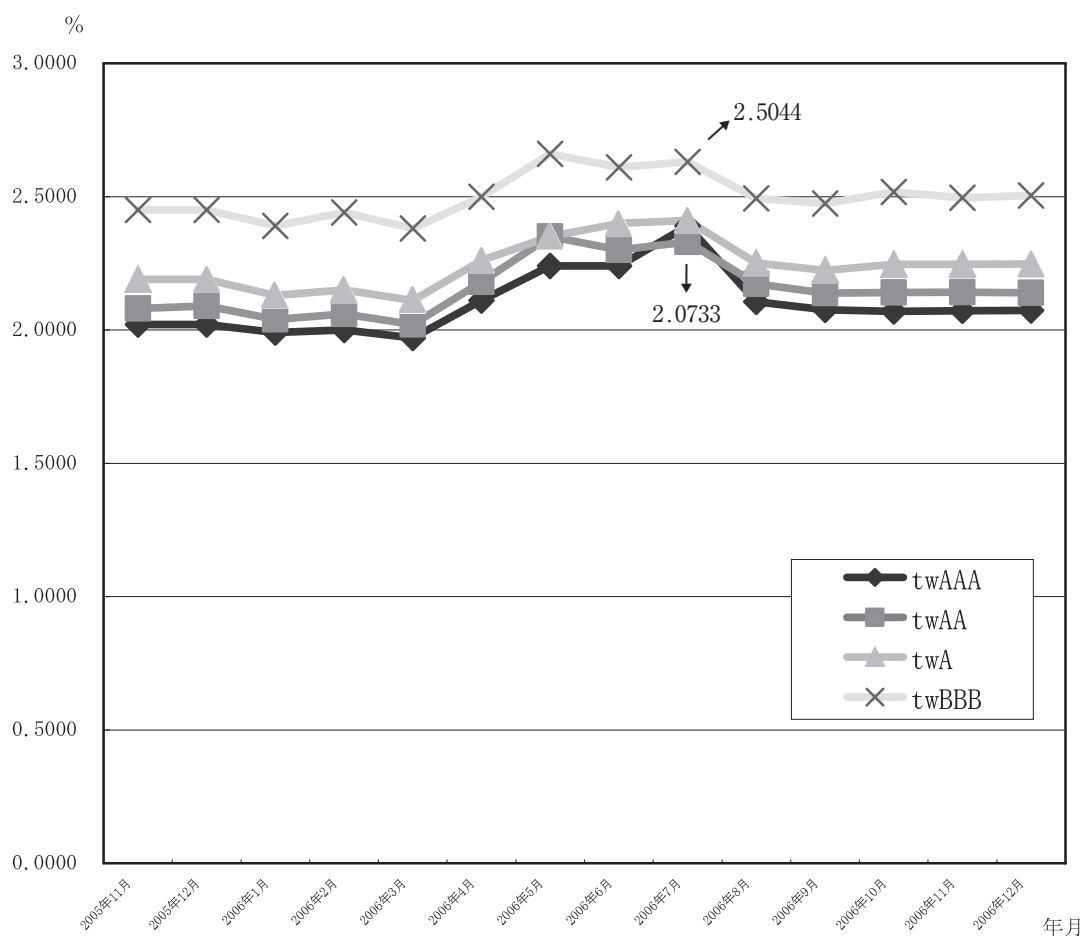
(6) 主要債券取引商（現在は20社）がIRS（Interest Rate Swap）の金利、社債流通市場での取引価格（最終利回り）、同年期の公債金利などの利回り情報を参考にして、社債の発行期間及び格付け等級毎に社債の参考利回りを算定した後、店頭公開売買センターに伝達し、店頭公開売買センターはその主要取引商からの金利を平均して後「参考利回り」として毎日発表する。

BBB 格は 1.878% であり、両者の格差は 0.52% と、台湾の場合と大きな差はない（但し、BB 格と BBB 格には 2.0% 以上の利回り格差があった）。もし、多くのデフォルトを起した転換社債が格付けを取得していれば、BB 格と BBB 格以上の格付け等級別銘柄格差が大きいものとなっているはずである。台湾で BB 格以下の社債が発行される事態となった時、日米並みの利回り格差がつくかどうかは社債市場の健全性を占う鍵となる。

なお、台湾の格付け等級別利回り格差を考える時、社債流通市場が不活発であるため、流通

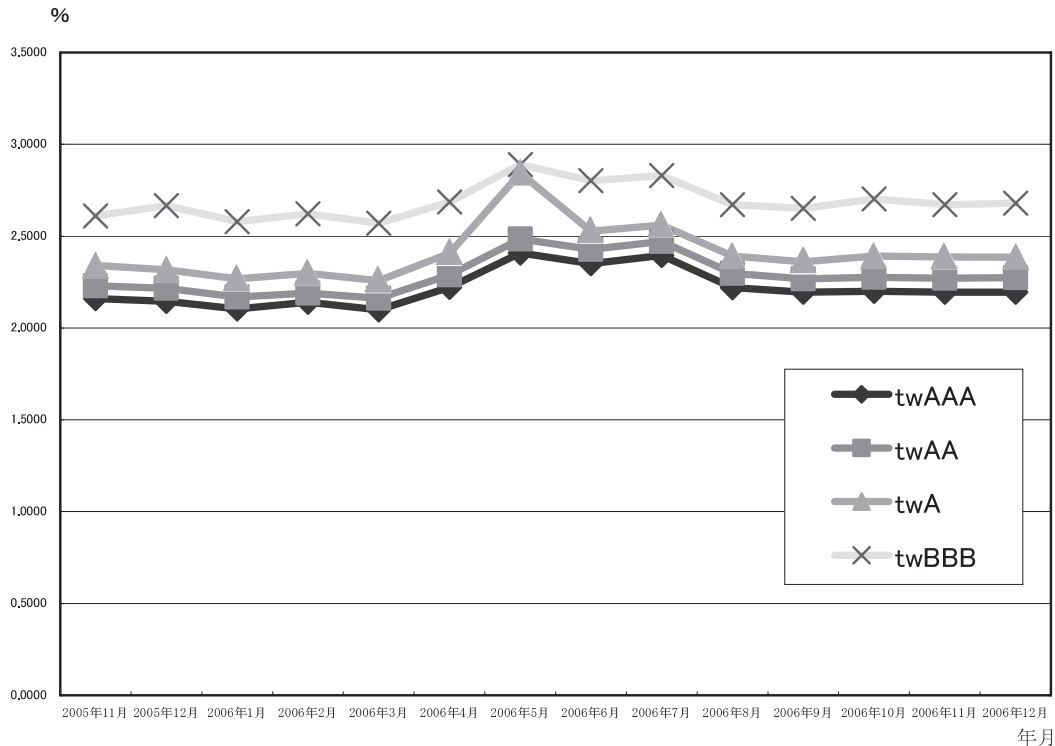
利回り格差の数字を入手することができないことに留意すべきである。先述の格付け等級別最終利回りは店頭売買センターが公表する参考利回りであり、実際の流通利回りではない。格付けは投資家に対する投資リスクの判断情報であり、格付けは本来流通利回りを動かし、それが発行利回りに反映されるのが正常な姿であるが、台湾の場合にはこの関係が確立されていない。また、台湾の場合には、投資規制が存在し、twA 以上の格付けが大半であるため、投資家のリスク感覚が鋭敏でないと思われる。したがって、リスクに対して投資家が要求すべきリター

図1 5年満期社債の格付け等級による参考利回り状況—2005年11月～2006年12月



出所：中華民国証券店頭公開売買センターのホームページ：<http://www.otc.org.tw>，2007年9月。

図2 7年満期社債の格付け等級による参考利回り状況—2005年11月～2006年12月



出所：図1と同じ。

ンが小さいことが、社債利回り格差が拡大しない原因となっているとも考えられる。

おわりに

1997年に台湾政府は金融市場の自由化・国際化を進めるため、格付け制度を導入した。その後、社債の発行量が増加するにつれて、格付けを受ける企業も徐々に増加しており、格付けの文化も次第に浸透しつつある。さらに、一部の社債の発行者と投資家が次第に格付けを活用するようになってきた。投資家にとっては格付けを活用することにより投資リスクを判断することができる。発行者にとっては格付けに見合った社債発行コストで資金調達ができるようになってきた。2006年に政府が社債の利回りを

合理化するために、店頭公開売買センターに格付け等級別の参考利回りを公表させているが、これが発行利回り決定に際し、活用されるに至っている。格付け制度は資本市場の発展の促進に対して重要な役割を果たしている。

しかし、台湾の格付け制度にはいくつかの課題があり、その発展が阻害されている。第一の課題は、格付け制度における発行規制と投資規制の問題である。1999年に政府により社債の発行規制が実施され、無担保社債を発行するには格付けが必要となった。しかし、発行規制の不整合性の問題が存在し、加えて政府と法人投資機関社内の投資規制により、社債格付けが投資適格以上に到達できないと、法人投資機関家が投資できなくなった。そのため、投資適格を得られない一部の企業は債券市場以外の間接

金融市場や株式市場で資金を調達することになる。また、一部の会社は法規やルールから逃がれるために、社債の発行に際し、発行体と発行社債の格付け資料を強制的に要請されていない転換社債と銀行保証付き社債を発行することになる。結果として、国内の格付けを受けた企業はほとんどが投資適格に到達できる大企業に集中している。以上のように、格付けを取得せず、しかもデフォルトの多い転換社債の存在は、格付け制度の発展を阻害している。第二の課題は、流通市場が活発でないことである。発行規制と投資規制の問題が残っているため、発行市場では多様な商品の発行ができず、多様な発行者も参入できない。そのため、社債の発行量を拡大しにくい。その結果、社債の供給量が流通市場の需要に対応できず、流通市場の流動性が上昇しにくい。また、少数の法人投資機関が社債の大半を購入し、長期保有しているので、流通市場に社債が出てこない。これも社債流通市場が不活発な原因である。

格付け情報は、本来社債の流通利回りに影響を与えるものである。台湾のように流通市場が不活発であれば、格付け制度自体が正常に機能しているとはいいがたい。台湾の場合むしろ発行市場における足切基準として、あるいは発行コスト算定の根拠として限定的に機能しているといえよう。それでは台湾市場で格付け制度が十分に機能するためには、どのような条件があればよいのであろうか。以下この点を検討する。

1. 政府の発行規制の整合性をとる。発行規制の枠外になっている転換社債を発行規制の対象とし、格付けがすべての社債に適用されるようにする。銀行保証付き社債を発行する際、保証金融機関の格付け資料を発行社債自体の格付け資料にかえて、証券主管機関に提出しなければならないという規

定が必要である。

2. 政府の投資規制を撤廃する。法人投資機関の投資自主ルールは、自主的なものであり、投資リスク回避の観点から正当なものである。これに対して、政府の投資規制は、投資家の自由な活動を制約する。投資家は自己責任をベースに投資すべきものであり、政府の投資規制は撤廃すべきである。そうすれば、BB以下の格付けでも、中小企業の社債発行やジャンク債の発行が可能となり、社債市場が多様化され、つれて格付け市場が拡大されることになる。
3. 投資家の運用技術向上をはかる。一般に法人投資機関は自らのポートフォリオを管理し、債券を満期まで保有する以外に、期中の売買によりディーリングの利益を得ている。台湾の法人機関投資家は債券を満期まで保有することを慣行としているようであるが、ディーリングの利益の獲得などに収益活動の幅を拡げ、収益管理を多様化させるべきである。そのことが社債流通市場の活性化と格付け制度の発展につながる。
4. 現在、台湾格付け会社は台湾企業に対して本国格付け基準を採用しているので、外国人投資家の台湾への投資を躊躇させる恐れがある。外国人投資家に適正な判断材料を提供するために、国内格付け会社も台湾企業あるいは台湾社債に対して、世界格付け基準を採用すべきであろう。それがまた、国内投資家に国際感覚を身につけさせることに、つながるはずである。

参考文献

(日本語文献)

- 今井譲『アジアの通貨危機と金融市場』、御茶の水書房、2003年。
- 大庭清司「信用制度の発展と担保」、名城大学経済・経営会編、『名城論叢』、第2巻第4号、2002年、pp.

- 101～119。
- 岡東務『日本の債券格付け』，税経印刷株式会社，2004年。
- 岡東務「日本及び米国の社債市場の比較」，東京・大阪日本証券経済研究所編『証券経済研究』，日本証券経済研究所，第30号，2001年3月，pp. 61～75。
- 釜江廣志『日本の国債市場の情報』，(株)有斐閣，2005年。
- 後藤猛「わが国社債発行市場政策の史的考察」，東京・大阪日本証券経済研究所編『証券経済研究』，日本証券経済研究所，第30号，2001年3月，pp. 33～45。
- (財)資本市場研究会『現代社債市場その現状と展望』，(株)財經詳報社，2003年。
- 鈴木清「転換社債市場の動向」，宇賀田仁編『月刊資本市場』，(財)資本市場研究会，2006年1月，pp. 43～62。
- 首藤恵「アレーシアの金融危機と民間債券市場」，東京・大阪日本証券経済研究所編『証券経済研究』，日本証券経済研究所，第29号，2001年1月，pp. 61～77。
- 日本経済新聞社公社債研究会編『日経公社債情報』，日本経済新聞社，2007年9月3日号。
- 松崎延寿『債券格付けの落とし穴—歴史の浅さ・格付けの甘さ・ヒステリ一体質が混在—』，(株)研修社，2000年。
- 丸淳子「新興国の社債市場：アレーシアのケース」，東京・大阪日本証券経済研究所編『証券経済研究』，日本証券経済研究所，第30号，2001年3月，pp. 99～111。
- 森脇彬『現代債券格付け論』，税経印刷株式会社，2000年。
- (英語文献)
- Jonathan Batten & Thomas A. Fetherston, "Asia-Pacific fixed income markets", Wiley, 2002.
- OECD "Bond market development in Asia", 2001.
- The World Bank, "Developing Government Bond Markets-A Handbook", 2001.
- (中国語文献)
- 王深伯『債券市場理論及び実務』，鼎茂図書出版株式会社，2005年。
- 吳麗敏等『債券市場新論』，智勝文化事業公司，2005年。
- 経済日報編『中華民国金融証券年鑑』，聯経出版公司，各年版。
- 黃瑞連「台湾格付け市場發展現況」，中華格付け会社編，2006年11月。
- 蔡東松「2006年台湾前50大企業債信趨勢と展望」，中華格付け株式会社『2006年台湾前50大企業債信趨勢検討会』，2006年7月，pp. 1～14。
- 財団法人中華民国証券店頭売買センター編『如何に社債の流通市場の効率を高めるか』，2002年。
- 謝雅娉等「中華格付け2006年デフォルト及び評価の変動についての研究」，2007年，中華格付け会社のホームページ：<http://www.taiwanratings.com.tw>。
- 台証先物經理株式会社先物經理取引研究部「転換社債の波—聯合危機」，<http://tw.search.yahoo.com>。
- 儲蓉「格付けの発展に対する態度と作法」，<http://www.moea.gov.tw/~ecobook/season/sag/sag13.htm>。
- 中央銀行經濟研究處編『中華民国台湾地区金融統計月報』，各月版。
- 中央銀行經濟研究室編『中華民国資金流量統計』，各年版。
- 中央銀行經濟研究處編『中央銀行季刊』，各季版。
- 中華民国証券店頭公開売買センター債券部「国内債券市場の發展現況及び近年制度の改革について」，店頭公開売買センター編集委員会編『証券店頭公開月刊』，中華民国証券店頭売買センター，第117期，2006年3月，pp. 1～15。
- 中華民国証券店頭公開売買センターのホームページ：<http://www.otc.gov.tw>。
- 中華格付け株式会社のホームページ：<http://www.taiwanratings.com.tw>。
- 丁克華「兩岸のWTOの加盟のわが国証券市場に対する影響と対応」，淡江大学會計系編『当代會計』，財団法人台北市淡江大学會計教育基金會，第3卷第1期号，2002年，pp. 101～123。
- 林婉蓉「債券市場効率化の發展についての研究（上）（中）（下）」，店頭公開売買センター編集委員会編『証券店頭公開』，中華民国証券店頭売買センター，第104，105，106期号，2005年2，3，4月。
- Moody'sのホームページ：<http://www.moody.com.tw>。

Fitch IBCA のホームページ : <http://www.fitchratings.com.tw>。